

# Economic Monitor

主席研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

## 日本経済改訂見通し：成長率は2017年度1.6%、2018年度1.1%、2019年度+0.9%、超金融緩和が長期化し消費増税後も景気は拡大基調を維持

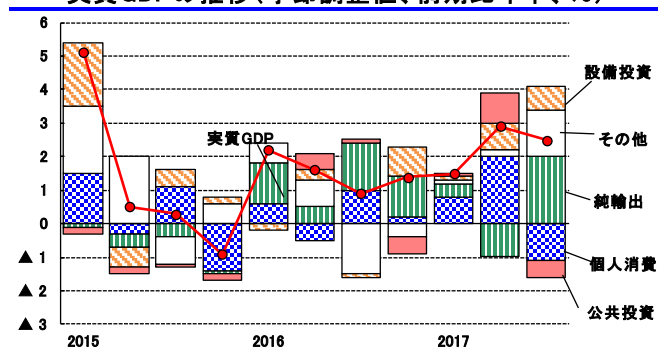
7～9月期の実質GDP成長率は2四半期連続となる前期比年率2%超の高成長となったが、10～12月期は反動もあり成長ペースは鈍化しよう。それでも、輸出は拡大基調を維持、個人消費は徐々に回復に向かい、日本経済は今後も拡大基調を維持しよう。ただ、設備投資は早晩ピークアウトが見込まれるため、成長率は2017年度に前年比+1.6%へ高まった後、2018年度は+1.1%へ減速すると予想。2019年度は消費増税により+0.9%へ減速するも景気後退には至らず。消費者物価上昇率は2018年度中に前年比+1%台が定着、政府が「デフレ脱却宣言」に踏み切る可能性はあるが、日銀の目標である2%には届かず、現状の超金融緩和政策は長期化する見通し。

### 10～12月期のGDP成長率には下押し要因が多数

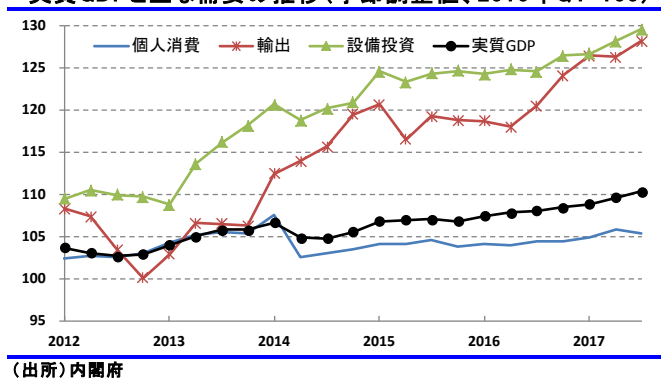
12月8日に発表された2017年7～9月期のGDP2次速報は、事前の予想を大きく上回る前期比+0.6%（年率+2.5%）の高成長を記録したが、民間在庫投資（GDPに対する前期比寄与度+0.4%Pt）によるところが大きく、早ければ10～12月期にも反動落ちが見込まれる。そうした観点から、7～9月期の成長率は実際の需要動向に比べ過大に評価されていると考えるべきであろう。

そのほか、7～9月期に前期比▲2.4%と比較的大きな落ち込みを見せた公共投資は、今年度補正予算で追加が見込まれる事業が執行されるまでの端境期を迎え、10～12月期には一段と落ち込む可能性がある。さらに、7～9月期に7四半期ぶりとなる前期比マイナス（▲1.0%）に転じた民間住宅投資も、先行指標である住宅着工戸数が減少傾向に転じているため、10～12月期も減少が続く可能性が高い。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



実質GDPと主な需要の推移（季節調整値、2010年Q1=100）



このように減少要因が多数ある中で、10～12月期以降も成長率が前期比プラスを維持できるかどうかは、改めて言うまでもないが、これまで景気拡大を牽引してきた輸出のほか、今のところ緩やかな拡大を維持している設備投資、足取りの重い個人消費という需要三本柱の行方にかかっている。

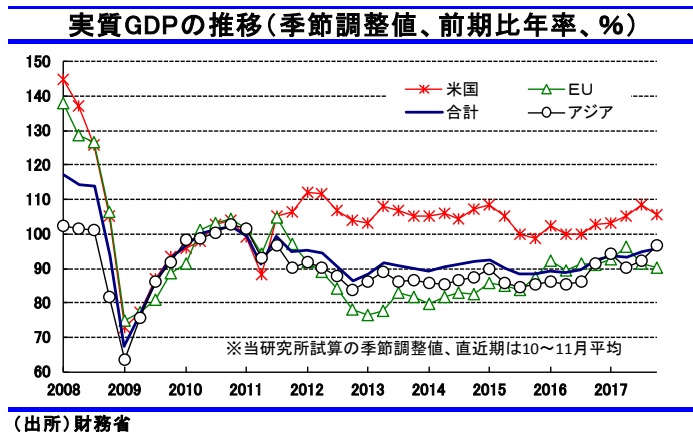
### 輸出：アジア向け中心に拡大持続

輸出は、10月にやや勢いを欠いた通関数量指数が11月に堅調さを見せ、拡大基調の継続を期待できる。本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

況にある。11月の通関輸出数量指数は、当研究所試算の季節調整値で前月比+6.5%となり、10月の落ち込み（前月比▲3.0%）を補って余りある増加となった。この結果、10～11月平均では7～9月期の水準を0.9%上回り、GDPベースでも10～12月期も輸出の拡大が続く可能性が高まった。

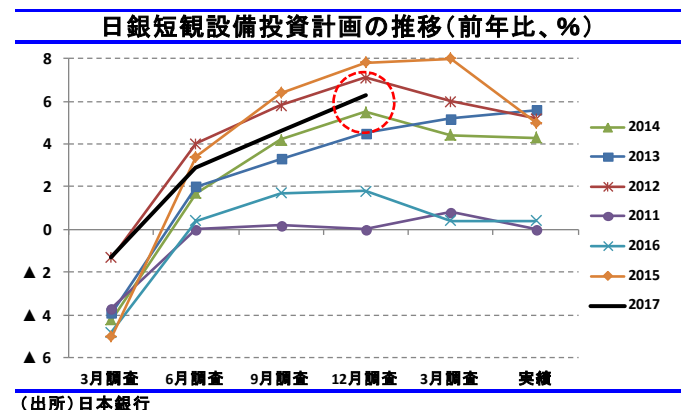
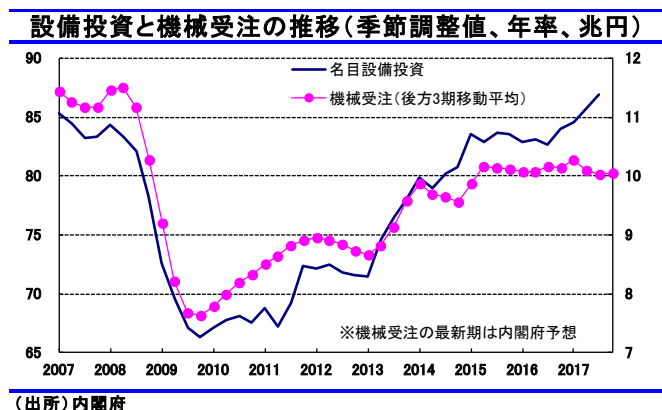
通関輸出数量指数を仕向地別に見ると、米国向けは10～11月平均の水準が7～9月期を2.5%、EU向けが1.3%下回ったものの、アジア向けは4.9%、うち中国向けは6.9%も上回り、輸出全体を押し上げた。米国向けは主力の自動車こそ横ばいとどまったが、鉄鋼やプラスチック製品が大きく落ち込んだ。一方で、アジア向けは、自動車（完成品）や鉄鋼、半導体が好調であった。

今後を展望すると、足元で軟調な欧米向け輸出は、  
 ①米国、ユーロ圏とも引き続き緩和的な金融政策の下、良好な企業のセンチメントと家計の所得環境を背景に、堅調な拡大が続くことに加え、②日銀の超緩和政策の継続によりドル円相場は円安傾向が見込まれるため、次第に拡大傾向を取り戻すと予想される。また、アジア向け輸出は、中国経済は減速すれど高成長を維持、ASEAN経済は成長加速が見込まれるため、堅調拡大が続こう。そのため、輸出は10～12月期以降も景気の牽引役となろう。



## 設備投資：当面拡大維持も2018年度には減少との見方変わらず

設備投資は、7～9月期まで4四半期連続で前期比プラスを維持しているが、その拡大ペースは平均で+1.0%の緩慢なものにとどまっている。さらに、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7～9月期こそ前期比+4.7%と増加に転じたものの、前2四半期の減少（1～3月期▲1.4%、4～6月期▲4.7%）を補い切れず、均してみれば緩やかな減少傾向から脱していない。10月の機械受注も前月比+5.0%と増加したが、その水準は7～9月期を0.3%上回る程度にとどまっている。



それでも、先週発表された12月調査の日銀短観では、2017年度の設備投資計画（全産業・規模合計）が9月調査の前年比+4.6%から+6.3%へ上方修正され、今年度中は設備投資の底堅い拡大が続く可能性が高いことが示された。上記の設備投資と機械受注とのギャップは、足元で増勢を強める建設投資の動きで概ね説明が付くことも踏まえると、2017年度下期中に限れば設備投資の増勢が続くということであろう。

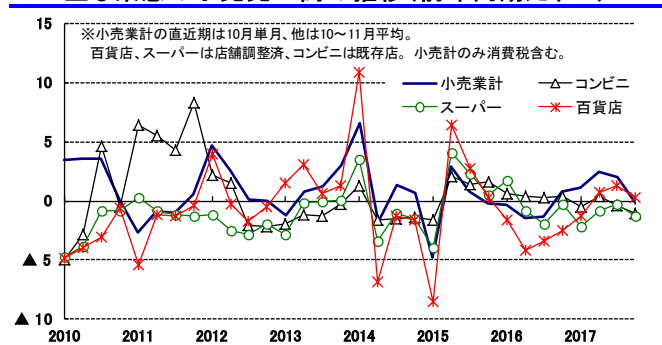
しかしながら、年度単位で見れば、設備投資は2010年度以降、2016年度にかけて7年間も拡大が続いており、ストック循環の観点では期待成長率が2%程度以上に高まらない限りピークアウトが近く、2018年度に入ると設備投資は減少に転じるという当研究所のこれまでの見方を覆すほどの材料もない。そのため、設備投資は当面緩やかな拡大を続けるものの、2018年度中のどこかでは減少に転じるとみておいた方が良さそう。

### 個人消費：所得増とマインド改善により徐々に回復

個人消費は7～9月期に前期比▲0.5%と比較的大きな落ち込みを見せたが、前期（4～6月期）の大幅増（前期比+0.9%）の反動という面が大きい。ただ、10月の小売売上高は、7～9月期の前年同期比+2.0%に対して前年同月比▲0.2%と落ち込んでおり、足取りは重い<sup>2</sup>。11月の主要業態の売上も、百貨店こそインバウンド需要に支えられ前年同月比+2.2%（既存店）と2ヵ月ぶりに増加したが、スーパーは▲0.6%で4ヵ月連続、コンビニは▲0.3%で6ヵ月連続のマイナスを記録（いずれも既存店）、10月以降も国内消費者の物販需要に限れば低迷している。

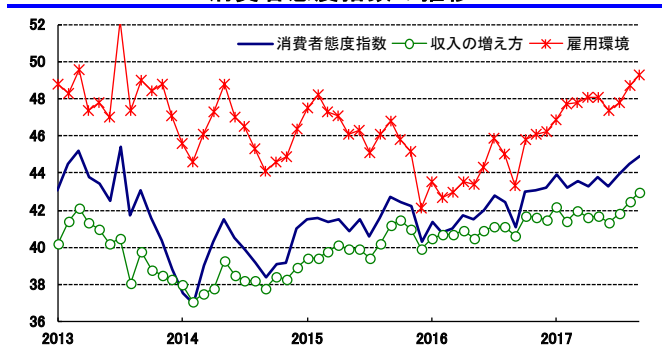
そうした中、ボーナス商戦は好調なスタートを切った模様であり、今後の個人消費を展望する上で明るい材料と言える。まずは今冬のボーナス支給額を確認すると、11月6日に公表された経団連の年末賞与・一時金妥結状況（第一回集計）では前年比▲1.19%と落ち込んだが、より対象範囲が広い日経新聞のボーナス調査（12月1日）では前年比+0.89%、9年ぶりの高水準という結果になった。景況感の改善が中小企業まで広がっていることや、中小企業で特に人手不足感が強いことも踏まえると、大企業よりも中小企業でボーナスが増加し、全体では前年を上回った可能性が高い<sup>3</sup>。支給額の増加を受けて、同じく日経新聞（12/12）は、百貨店で冬物衣料や比較的高価な日用品・化粧品が好調だったほか、家電量販店では有機ELテレビの販売が大幅に増加<sup>4</sup>したと報じている。

主な業態の小売売上高の推移（前年同期比、%）



（出所）経済産業省、各業界団体

消費者態度指数の推移



（出所）内閣府

さらに、消費者マインドは、良好な雇用情勢や賃金上昇を背景に、代表的な指標である消費者態度指数が11月に44.9と2013年9月（45.4）以来の水準まで回復するなど、好転している。12月のボーナス支給を受けて、消費マインドが一段と改善、個人消費の回復を後押しすることが期待される。また、以前から

<sup>1</sup> 詳しくは、2017年11月27日付「日本経済情報2017年11月号」参照。

[https://www.itochu.co.jp/ja/economic\\_monitor/report/2017/icsFiles/afildfile/2017/11/27/20171127\\_J.pdf](https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2017/icsFiles/afildfile/2017/11/27/20171127_J.pdf)

<sup>2</sup> 季節調整値でも、10月の水準は7～9月期から横ばいであり、足踏み状態という評価が適当であろう。

<sup>3</sup> 今年の夏のボーナスにおいても、経団連の調査結果は前年比▲4.56%であったが、広く中小企業までをカバーする厚生労働省の調査では前年比+0.4%という結果となった。

<sup>4</sup> 経済産業省の「POS家電量販店動向指標」によると、家電大型専門店全国約2,500店の売上高は、12月3日までの週で前年同期比+0.1%、10日までの週で+6.2%、17日までの週で+3.0%と前年を上回る状況が続いている。

指摘している通り、リーマン・ショック直後の家電や自動車の大規模購入支援策実施から7年以上が経過し、今後は買い替えサイクルを迎える耐久財が増えていくとみられる。そのほか、企業業績の改善や籠城需給の逼迫を背景に来春闘では一定の賃上げが見込まれる。緩やかながらも賃上げが継続されることは将来期待所得を高め消費者の財布の紐を緩めることとなろう。

ここ数年の個人消費は所得の伸びを大きく下回る拡大ペースにとどまっていたが、今後は少なくとも所得増に見合ったペースでの消費拡大、具体的には名目で前年比+2%程度の伸びは十分に見込めるであろう。なお、2018年度終わり頃からは2019年10月の消費増税を控えた駆け込み需要が見込まれる一方、2019年度後半は反動で大きく減少するが、今回の増税引き上げ幅が前回より小さいことや、所得環境が良好なことなどを踏まえると、その落ち込み幅は前回（2014年4月）の消費増税ほどではないとみられる。

## 今後の見通し：

以上の通り、今後は設備投資が一旦ピークアウトするものの、輸出は拡大基調を維持、個人消費も徐々に回復に向かうとみられるため、日本経済は拡大基調を維持する見通しである。

その結果、実質GDP成長率は2017年度に前年比+1.6%に高まるが、2018年度には設備投資のほか、住宅投資も年度前半は減少が続き+1.1%へ低下しよう。2019年度は、消費増税が予定通り実施されるとすれば個人消費が減速、実質GDP成長率も+0.9%へ低下すると予想する。

こうした経済情勢を前提とすれば、消費者物価（生鮮食品を除く総合）上昇率は、2017年度中に前年比1%近くまで上昇、2018年度中に1%台が定着、年度終盤には1%台半ばまで高まると予想する。政府が1%程度の物価上昇をもって「デフレ脱却宣言」するならば、その条件は2018年度中に整うことになろう。

ただ、消費増税後の物価上昇率は増税分を除くと1%程度まで鈍化し、日銀が目標とする2%は遠のくため、現在の超金融緩和政策は2019年度中も継続される見通しである。そうしたこともあり、2019年10月に予定される消費増税をきっかけに景気が後退局面入りする可能性は低い<sup>5</sup>と予想する。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想	2019 予想
実質GDP	1.4	1.2	1.6	1.1	0.9
国内需要	1.3	0.4	1.2	0.7	0.6
民間需要	1.4	0.4	1.5	0.8	0.7
個人消費	0.8	0.3	1.3	1.3	0.7
住宅投資	3.7	6.2	0.6	▲3.0	▲2.8
設備投資	2.3	1.2	3.0	▲1.6	1.2
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(0.0)
政府消費	1.9	0.5	0.5	0.8	0.8
公共投資	▲1.6	0.9	▲1.4	▲0.7	▲2.4
純輸出(寄与度)	(0.2)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.3)
輸出	0.7	3.4	4.9	4.2	3.7
輸入	0.3	▲1.1	1.8	1.7	2.0
名目GDP	3.0	1.0	1.6	1.4	2.3
実質GDP(暦年ベース)	1.4	0.9	1.7	1.1	1.3
鉱工業生産	▲1.0	1.1	4.3	2.3	1.2
失業率(%、平均)	3.3	3.0	2.8	2.7	2.5
経常収支(兆円)	17.9	20.4	21.0	20.3	20.6
消費者物価(除く生鮮)	▲0.0	▲0.2	0.6	1.2	1.8

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

<sup>5</sup> 2014年4月に実施された消費増税後(5%→8%)の後、景気は停滞したものの、後退局面入りとは判断されなかったことから、この時よりも景気情勢が良く、マイナスインパクトが小さい次回消費増税によって景気が後退局面入りするとは考え難い。